BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

juin 2018

Ce bulletin mensuel présente les publications les plus récentes des économistes de la Banque. Le rapport inclut des études parues dans des publications externes et les documents de travail du personnel publiés sur le site Web de la Banque du Canada.

PUBLICATIONS

Dans la presse

Allen, Jason & Basiri, Kiana, "Impact of Bankruptcy Reform on Consumer Insolvency Choice", Canadian Public Policy, Volume 44, 100-111

Bauer, Gregory & Pasricha, Gurnain & Sekkel, Rodrigo & Terajima, Yaz, "The Global Financial Cycle, Monetary Policies, and Macroprudential Regulations in Small, Open Economies", Canadian Public Policy, Volume 44, 81-99

Holden, Tom D. & Levine, Paul & Swarbrick, Jonathan M., "Reconciling Jaimovich-Rebelo Preferences, Habit in Consumption and Labor Supply", Economics Letters, Volume 168, 132-137

À paraître

Cunningham, Rose & Friedrich, Christian & Hess, Kristina, "Monetary Policy and Financial Stability: Cross-Country Evidence", Journal of Money, Credit and Banking

Garriott, Corey & Walton, Adrian, "Retail Order Flow Segmentation", Journal of Trading

DOCUMENTS DE TRAVAIL DU PERSONNEL

Jiongo, Valéry Dongmo & Nguimkeu, Pierre, "Bootstrapping Mean Squared Errors of Robust Small-Area Estimators: Application to the Method-of-Payments Data", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-28

Fung, Ben & Hendry, Scott & Weber, Warren E., "Swedish Riksbank Notes and Enskilda Bank Notes: Lessons for Digital Currencies", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-27

Holden, Tom D. & Levine, Paul & Swarbrick, Jonathan M., "Reconciling Jaimovich-Rebelo Preferences, Habit in Consumption and Labor Supply", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-26

Chu, Ba M. & Huynh, Kim & Jacho-Chávez, David T. & Kryvtsov, Oleksiy, "On the Evolution of the United Kingdom Price Distributions", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-25

Zhao, Guihai, "Ambiguity, Nominal Bond Yields and Real Bond Yields", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-24

Gambetti, Luca & Dahlhaus, Tatjana, "Noisy Monetary Policy", Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-23

DOCUMENTS D'ANAL E DU PERSONNEL

Auger, Danny & McRae, Kaetlynd, "Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base", Documents d'analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-6

RÉSUMÉS

The Global Financial Cycle, Monetary Policies, and Macroprudential Regulations in Small, Open Economies

This article analyzes the implications of the global financial cycle for conventional and unconventional monetary policies and macroprudential policy in small, open economies such as Canada's. The article starts by summarizing recent work on global financial cycles. These cycles cause time variation in global risk premia, which affects the transmission mechanisms of both conventional and unconventional monetary policies in small, open economies. The article then summarizes new work showing that the central banks' leaning against the effects of the global financial cycle would typically be too costly. The article concludes with some suggestions for the formation of macroprudential policies.

Impact of Bankruptcy Reform on Consumer Insolvency Choice

We examine the impact of the 2009 amendments to the Canadian Bankruptcy and Insolvency Act on consumer insolvency decisions. The amendments were successful in steering debtors out of Division I debt restructuring and into the more cost-effective Division II debt restructuring. Although total insolvencies remained flat after the amendments, they led to a significant substitution out of bankruptcies and into debt restructuring. The extent of substitution greatly depends on regional and individual circumstances. For example, generous asset exemptions under bankruptcy at the provincial level discourage debt restructuring, whereas home ownership encourages it. Our

results show, therefore, that the impact of national bankruptcy policies can have sizably different impacts at the regional level.

Monetary Policy and Financial Stability: Cross-Country Evidence

We explain the heterogeneous response of central banks to financial stability risks based on a financial stability orientation index, which reflects statutory, regulatory and discretionary components of central banks' monetary policy frameworks. Our baseline results from a cross-country panel of modified Taylor rules suggest that central banks with a high financial stability orientation increase their policy rates in response to elevated financial stability risks by 0.27 percentage points more than central banks with a low orientation. Back-of-the-envelope calculations suggest that this policy rate differential translates into a reduced crisis probability but also into considerably lower inflation and output growth rates.

Reconciling Jaimovich–Rebello preferences, habit in consumption and labor supply

Dans cette note, nous étudions une fonction d'utilité qui dépend du temps de loisir et de la consommation, en tenant compte de la persistance des habitudes, et dont la forme a) est compatible avec une croissance équilibrée à long terme, b) permet d'atteindre les nombres d'heures travaillées constatés dans les données à l'état stationnaire et c) est conforme aux données microéconométriques relatives à l'élasticité de substitution intertemporelle et à l'élasticité de l'offre de travail de Frisch. Nous appliquons les préférences proposées par Jaimovich et Rebelo et nos résultats mettent en évidence une contrainte sur le paramètre de préférence nécessaire pour faire concorder l'élasticité de Frisch à l'état stationnaire avec les données. Cette contrainte entraîne une limite inférieure de l'élasticité de Frisch qui ne peut être conciliée avec les données empiriques en présence d'habitudes externes, mais l'introduction d'un écart entre le taux marginal de substitution consommation-loisir et la productivité marginale du travail résout le problème. Nous proposons également une mesure dynamique pour l'inverse de l'élasticité de Frisch et examinons ses propriétés cycliques.

Retail Order Flow Segmentation

In August 2012, the New York Stock Exchange launched the Retail Liquidity Program (RLP), a new trading facility that enables

participating organizations to quote dark limit orders available only to retail traders. The facility increased the information content of the order flow by distinguishing retail trades from relatively more informed trades. Stocks with substantial RLP activity experienced no material changes in relative bid-ask spreads, effective spreads, and price impacts, and had mildly decreased return autocorrelations.

Bootstrapping Mean Squared Errors of Robust Small-Area Estimators: Application to the Method-of-Payments

Nous proposons une nouvelle procédure bootstrap pour estimer l'erreur quadratique moyenne associée aux estimateurs sur petits domaines robustes. La validité asymptotique du bootstrap proposé est formellement établie et ses propriétés en échantillons finis sont examinées à l'aide de simulations de Monte Carlo. Les résultats montrent que notre procédure est plus performante que les méthodes existantes. Nous appliquons ensuite celleci à l'estimation du volume total et de la valeur totale des transactions monétaires au comptant, par carte de débit et carte de crédit effectuées au Canada, ainsi qu'au niveau des provinces et des sous-groupes de ménages. Les résultats font ressortir une décroissance significative du volume annuel des transactions au comptant, de l'ordre de 3,1 % en moyenne, qui est d'ailleurs plus prononcée dans le cas des ménages à hauts revenus vivant dans les provinces les plus peuplées. Notre estimateur bootstrap permet aussi de construire des indicateurs de qualité permettant de sélectionner les meilleurs prédicteurs sur petits domaines, parmi plusieurs possibilités.

Swedish Riksbank Notes and Enskilda Bank Notes: Lessons for Digital Currencies

Cette étude se penche sur l'expérience de la Suède en ce qui a trait à la circulation de billets émis par l'État et par des banques privées afin de déterminer dans quelle mesure le cas suédois s'apparente à la situation qui prévalait au Canada et aux États-Unis. Le cas de la Suède est intéressant, puisque les billets d'État y circulent depuis plus de 350 ans, soit avant la mise en circulation des billets de banques privées. Plusieurs différences sont relevées entre les trois pays : 1) les billets des banques privées suédoises étaient sûrs, ce qui n'était pas toujours le cas de leurs équivalents canadiens et américains; 2) à l'inverse, il est arrivé que la sûreté des billets d'État suédois soit défaillante, alors que celle des billets canadiens et américains s'est toujours avérée; 3) les billets de banques privées en Suède constituaient une monnaie uniforme, même en l'absence

d'intervention de l'État, alors qu'au Canada et aux États-Unis, les pouvoirs publics ont dû agir pour assurer l'uniformité monétaire; 4) dans les trois pays, les billets de banques privées ont circulé en même temps que ceux émis par l'État jusqu'à ce que des mesures publiques soient prises pour les éliminer de la circulation. L'analyse des expériences suédoise, canadienne et américaine amène à conclure qu'il en irait de même pour les monnaies fiduciaires numériques : elles ne seront entièrement sûres que s'il y a intervention de l'État. De plus, l'introduction d'une monnaie numérique émise par l'État ne chassera pas les monnaies numériques privées existantes et n'empêchera pas l'émergence de nouvelles monnaies privées. Une intervention des autorités sera probablement nécessaire pour faire des monnaies numériques privées et de la monnaie émise par l'État une monnaie uniforme.

On the Evolution of the United Kingdom Price Distributions

Nous proposons une méthode d'analyse en composantes principales fonctionnelles qui rend compte de la pondération de l'échantillonnage aléatoire stratifié et de la dépendance temporelle des observations dans le but de comprendre l'évolution des distributions de données microéconomiques mensuelles sur les prix à la consommation au Royaume-Uni. Nous appliquons la méthode à des données mensuelles sur les prix par produit recueillies par l'Office for National Statistics dans les commerces de détail entre mars 1996 et septembre 2015 afin de construire l'indice des prix à la consommation du Royaume-Uni. De plus, nous effectuons des simulations de Monte-Carlo pour démontrer l'efficacité de notre méthodologie. Notre méthode nous permet de visualiser la dynamique de la distribution de prix et met en lumière des phénomènes intéressants pendant la période considérée. Par ailleurs, nous démontrons l'efficacité de notre méthodologie à l'aide d'un algorithme de prévision hors échantillon qui exploite la dépendance temporelle des distributions. Notre prévision hors échantillon se compare favorablement à la prévision issue d'une marche aléatoire.

Ambiguity, Nominal Bond Yields and Real Bond Yields

Les modèles d'équilibre servant à l'évaluation des obligations reposent sur l'hypothèse que l'inflation a pour effet de freiner la croissance future, ce qui se traduit par une courbe des rendements nominaux ascendante. Nous concevons un modèle pouvant générer des courbes ascendantes pour les rendements nominaux et réels, en tenant compte d'un certain degré d'ambiguïté à l'égard de l'inflation et de la croissance. Cette ambiguïté peut contribuer à expliquer l'étonnante persistance des courbes de rendement ascendantes en

dépit des chocs d'inflation positifs, qui ont eu des répercussions positives plutôt que négatives sur la croissance au cours des vingt dernières années. Les investisseurs fondent leurs décisions sur l'hypothèse que le pire des scénarios se réalisera, et dans ce cadre, l'hypothèse relative aux attentes se vérifie globalement. Or, l'évolution de l'inflation et de la croissance au fil du temps ne reflète pas l'hypothèse du pire scénario, et cette différence fait en sorte qu'il est possible de prévoir les excédents de rendement des obligations à long terme. Les résultats obtenus à l'aide de notre modèle concordent également avec les analyses empiriques récentes de la structure par terme des rendements des actions.

Noisy Monetary Policy

Nous introduisons des informations limitées sur la politique monétaire. Les agents reçoivent des signaux de la banque centrale qui révèlent de nouvelles informations (des « nouvelles ») sur l'évolution future du taux directeur avant qu'il ne soit réellement modifié. Cependant, ces signaux sont brouillés par du « bruit ». Nous employons un modèle vectoriel autorégressif non standard pour démêler les répercussions économiques et financières qu'ont eues les nouvelles et le bruit sur la politique monétaire des États-Unis depuis le milieu des années 1990. Les données d'enquête et les données de marché sur les attentes relatives au taux des fonds fédéraux permettent de constater que les signaux entachés de bruit jouent un rôle relativement important dans la dynamique macroéconomique. Un signal associé à un resserrement futur de la politique monétaire amène à s'attendre davantage à une hausse du taux directeur et entraîne une baisse de la production et des prix. Une grande partie du signal est du bruit autour des mesures à venir des autorités monétaires. Ce bruit cause une diminution de la production et des prix, et permet d'expliquer les variations de ces deux variables, respectivement jusqu'à 16 % et 13 % de la variance. De plus, il fait augmenter sensiblement la prime excédentaire sur les obligations d'entreprise, l'écart de taux des obligations de sociétés et la volatilité des marchés financiers, et fait baisser les cours des actions.

Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base

Le présent article analyse l'organisation du marché des acceptations bancaires (AB) au Canada et ses liens essentiels avec le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR). À l'échelle du monde, les AB constituent un produit spécialisé utilisé seulement dans un nombre restreint de

pays. Au Canada, les AB procurent une source de financement de premier plan aux petites et moyennes sociétés emprunteuses qui n'ont pas nécessairement un accès direct au marché du financement primaire en raison de leur taille et de leur cote de crédit. Récemment, les AB sont également devenues une source de financement de plus en plus importante pour les grandes sociétés emprunteuses à la suite des révisions à la baisse des cotes de crédit dans certains secteurs et des fusions de sociétés. Le marché allant croissant, les AB représentent maintenant le plus gros segment des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales et constituent le deuxième segment en importance du marché monétaire canadien dans son ensemble : en 2017, leur part s'établissait en moyenne à un peu plus de 25 % du marché monétaire intérieur total. Au Canada, les AB procurent une source de revenus et de liquidité à court terme aux investisseurs parce qu'elles sont relativement attrayantes du point de vue du rendement, de la liquidité et de la notation de crédit.

Le marché des AB est intrinsèquement lié au CDOR, créé à l'origine en vue d'établir un taux de référence quotidien pour les emprunts sous forme d'AB. Ce taux est plutôt nuancé, par comparaison à ceux observés dans d'autres pays, en ce sens qu'il ne s'agit pas directement d'un taux bancaire régissant les emprunts, mais d'un taux engagé régissant les prêts. C'est le taux auquel les banques sont prêtes, aux termes d'un contrat, à faire crédit aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB. Le CDOR est également le principal taux d'intérêt de référence servant au calcul du taux d'intérêt variable pour les produits dérivés libellés en dollars canadiens, qu'ils soient négociés de gré à gré ou en bourse. Le CDOR sert aussi à déterminer les intérêts à verser sur les obligations à taux variable.

ÉVÉNEMENTS À VENIR

Isabelle Salle (University of Amsterdam), 5 July 2018
Organisateur: Guillaume Bedard Page (FMD)

Yongsung Chang (University of Rochester), 6 July 2018
Organisateur: Youngmin Park (CEA)

Richard Harrison (Bank of England), 25 July 2018
Organisateur: Thomas Carter (CEA)

Michael Bauer (Federal Reserve Bank of San Francisco), 28 August 2018
Organisateur: FMD

Bank of Canada – Monetary Policy Communications Conference, 12-14 September 2018
Organisateur: FMD-MPAR

Emanuel Moench (Bundesbank), 20 September 2018
Organisateur: Rodrigo Sekkel (FMD)

Matthias Kehrig (Duke University), 21 September 2018
Organisateur: Dmitry Matveev (CEA)

Matthias O. Paustian (Federal Reserve Board), 12 October 2018
Organisateur: Romanos Priftis (CEA)

Natalia Ramondo (University of California in San Diego), 19 October 2018
Organisateur: Anthony Landry (CEA)

Brent Hickman (Queen's University), 25 October 2018
Organisateur: Jason Allen (FMD)

Kevin Lim (University of Toronto), 26 October 2018
Organisateur: Ben Tomlin (CEA)

Albert Queralto (Federal Reserve Board), 16 November 2018
Organisateur: Martin Kuncl (CEA)

Jonathan Parker (Massachusetts Institute of Technology), 29 November 2018
Organisateur: Miguel Molico (FSD)